

## FINANÇAS

### A APLICAÇÃO DA RENDIBILIDADE SUPRANORMAL PARA A AVALIAÇÃO DA CRIAÇÃO DE VALOR

Nuno Teixeira (nuno.teixeira@esce.ips.pt)  
Carlos Mata (carlos.mata@esce.ips.pt)  
Pedro Nuno Pardal (pedro.pardal@esce.ips.pt)  
Ana Bela Teixeira (ana.bela.teixeira@esce.ips.pt)  
Escola Superior de Ciências Empresariais do  
Instituto Politécnico de Setúbal  
Campus do IPS, Estefanilha,  
Setúbal – Portugal

#### RESUMO:

No contexto empresarial, caracterizado pela inovação constante e pela competitividade global, a criação de valor assume cada vez maior importância na tomada de decisão e na sustentabilidade das organizações. Este estudo aborda o problema associado às diferentes metodologias utilizadas na avaliação da viabilidade económica e financeira, aquando da decisão de criação de empresas, e na monitorização da evolução dos negócios. Nos estudos de viabilidade utilizam-se normalmente indicadores com base em fluxos de caixa previsionais, enquanto na análise económica e financeira periódica, as empresas recorrem a indicadores que se podem calcular directamente das demonstrações financeiras. Assim, torna-se difícil confrontar as realizações com as previsões e objectivos iniciais. Respondemos a esta problemática, através do conceito Rendibilidade Supranormal que estabelece um elo de ligação entre a decisão de criar o negócio e a sua sequente monitorização, garantindo ao investidor uma imagem real da capacidade de criação de valor e um maior poder para a decisão.

**PALAVRAS-CHAVE:** criação de valor, rendibilidade supranormal, avaliação do desempenho financeiro.

#### ABSTRACT

In the business environment, characterized by constant innovation and global competitiveness, value creation is increasingly important in decision making and sustainability of organizations. In this sense, this paper studies the problem associated with the different methodologies used in assessing the economic and financial viability when deciding business creation, and in monitoring the business evolution. In viability studies the indicators are normally based on estimated cash flows, while in the periodical economic and financial analysis, companies rely on indicators that can be calculated directly from their financial statements. Therefore, it becomes difficult to compare achievements with initial forecasts and objectives. We respond to this problem through the concept of supranormal profitability establishing a link between the decision to start a business and its sequent monitoring, ensuring to the investor a true image on the ability of value creation and a better power for decision.

**KEY-WORDS:** value creation, supernormal profitability, assessment of financial performance.

#### 1. INTRODUÇÃO

No actual contexto empresarial, caracterizado pela inovação constante e pela competitividade global, a criação de valor assume cada vez maior importância na tomada de decisão e na sustentabilidade das organizações. Apesar da crescente relevância dos factores não financeiros e intangíveis na explicação do sucesso das

organizações, a avaliação do desempenho financeiro de empresas, mantém-se uma das áreas mais importantes na avaliação do seu desempenho, visto que, resume o impacto de todas as decisões tomadas pelos gestores. Embora o conceito de criação de valor seja muito abrangente, em virtude dos diferentes objectivos dos *stakeholders*, iremos focar-nos na capacidade das empresas para gerarem excedentes financeiros através da sua actividade que, remunerem a rentabilidade exigida pelos diferentes investidores, onde se inclui naturalmente, as expectativas dos investidores.

Nesse sentido, o presente trabalho pretende estudar o problema associado às diferentes metodologias utilizadas na avaliação da viabilidade económica e financeira, aquando da decisão de criação de empresas, e na monitorização da evolução dos negócios. Nos estudos de viabilidade utilizam-se normalmente indicadores com base em fluxos de caixa previsionais, enquanto na análise económica e financeira periódica, as empresas recorrem a indicadores que se podem calcular directamente das demonstrações financeiras. Por isso, torna-se difícil ou praticamente impossível, confrontar as realizações com as previsões e objectivos iniciais.

Assim, é esperado responder a esta problemática, explicando a utilização de um conceito alternativo – a Rentabilidade Supranormal – que permite estabelecer um elo de ligação entre a decisão de criar o negócio e a sua sequente monitorização, garantindo ao investidor uma imagem real da capacidade de criação de valor da actividade da sua empresa.

Relativamente à estrutura do trabalho, irá ser constituída por 3 componentes principais: identificação dos problemas de comparabilidade entre a monitorização dos negócios e as previsões realizadas aquando da decisão de criação da empresa; apresentação do conceito de rentabilidade supranormal e do seu papel como elo de ligação entre previsões e realizações para se medir a capacidade de criação de valor; finalmente, é apresentado um estudo de caso demonstrativo da importância da utilização do conceito da rentabilidade supranormal.

## **2. A EVOLUÇÃO ECONÓMICA E FINANCEIRA VERSUS OS INDICADORES DE AVALIAÇÃO DA CRIAÇÃO DO NEGÓCIO**

A análise da criação do negócio/decisão de investimento é realizada com base em fluxos de caixa futuros e em rentabilidades exigidas pelos investidores. Porém, no desenrolar normal do negócio controla-se a evolução da actividade através de indicadores económicos e financeiros directamente retirados das demonstrações financeiras que, abrangem temas como rentabilidade, tesouraria, risco e sustentabilidade financeira.

Neste contexto, os investidores deparam-se regularmente com dois tipos de problemas na monitorização da evolução do negócio:

- Os indicadores económicos e financeiros tradicionalmente utilizados na análise económica e financeira não têm em consideração a criação de valor face ao custo do capital investido na actividade;
- Os fluxos de caixa que servem de referência para se apurar a capacidade de criação de valor, aquando da decisão de investimento, não são determinados nas demonstrações financeiras que a maioria das empresas portuguesas elabora periodicamente para cumprir as obrigações legais decorrentes da prestação de contas. De notar que, mais de 90% do tecido empresarial português é constituído por pequenas e médias empresas que apenas determinam a demonstração de resultados e o balanço de cada período analisado, cumprindo as exigências do Sistema de Normalização Contabilística que apenas obriga a elaboração da demonstração de fluxos de caixa, essencial para se determinar as entradas e saídas monetárias relativas ao negócio, a empresas que ultrapassem determinados limites de volume de negócios, activos e número de pessoas.

Deste modo, confrontamo-nos com metodologias bastante diferentes para a avaliação do desempenho financeiro das empresas, consoante o momento da análise:

- Na avaliação da criação do negócio, utilizam-se indicadores como o VAL, a TIR e o *payback*, que têm em referência fluxos de caixa futuros e a remuneração pretendida pelos investidores;
- No controlo da evolução económica e financeira, utilizam-se indicadores como o *Return On Investment* (ROI), a rentabilidade dos capitais próprios, o ponto crítico e a margem de segurança, a autonomia financeira, a tesouraria líquida, entre outros, que são calculados com base na demonstração de resultados e no balanço (demonstrações exigidas legalmente para a prestação de contas anual) e que pretendem dar uma imagem do retorno dos investimentos e da situação financeira das empresas, sem considerarem o custo do capital investido e os fluxos de caixa entretanto obtidos no desenvolvimento da actividade.

Neste sentido, torna-se muito difícil, por vezes mesmo impossível, monitorizar a evolução dos negócios face às previsões e objectivos estabelecidos na decisão de realização do projecto de investimento.

### 3. A RENDIBILIDADE SUPRANORMAL PARA A AVALIAÇÃO ECONÓMICA E FINANCEIRA DA CRIAÇÃO DE UM NEGÓCIO E O SEU CONTROLO AO LONGO DO TEMPO

#### 3.1. O CONCEITO DE RENDIBILIDADE

O conceito de rendibilidade da empresa está relacionado, com a capacidade da actividade gerar lucros suficientes para rentabilizar os investimentos realizados a uma taxa desejada (Brealey, Myers, 1998).

Por isso, a maioria dos estudos económicos e de gestão que observam o desempenho de empresas, utilizam o *Return On Investment* (ROI) como indicador principal de análise (Neves, 2012). É certo, que muitas vezes é conjugado com outros indicadores. No entanto, a maioria dos estudos engloba os seus resultados, para medir o desempenho de empresas e de grupos estratégicos de empresas (a título de exemplo, vejam-se os casos de Cachadinha *et al* (1995), McNamara *et al* (2002), Lima (2002), Short *et al* (2002), Leask e Parker (2004) e Killstrom (2005)).

Contudo, colocam-se duas questões fundamentais (Neves, 2012):

- Que lucros devemos ter em consideração para avaliar a rendibilidade da empresa?
- Que valores deverão representar o montante de investimento realizado na actividade?

Na prática verificamos que os analistas utilizam um conceito simples, baseado na informação directamente disponível nas demonstrações financeiras sem realizarem qualquer ajuste. Como tal, utilizam os resultados operacionais para aferir os lucros provenientes da actividade, sendo o valor do Investimento representado pelo activo líquido (Neves, 2011).

$$ROI = \frac{RO}{Activo\ Líquido} * 100$$

Porém, diversos autores têm preferido ajustar o ROI dando origem ao ROIC - *Return On Invested Capital* - que substitui os resultados operacionais pelos resultados líquidos sem alavancagem financeira (RLSAF) e em alternativa ao activo líquido, o investimento é representado pelo conceito de capitais investidos que considera os activos corrigidos dos passivos não remunerados.

Os RLSAF são calculados pela soma dos rendimentos financeiros aos resultados operacionais e pela respectiva correcção do efeito fiscal ao valor obtido; assim, consideram-se nos resultados todos os excedentes criados com a actividade e que poderão remunerar a rendibilidade exigida pelos diferentes investidores.

$$RLSAF = (Resultados\ Operacionais + Rendimentos\ Financeiros) \times (1 - Taxa\ efectiva\ de\ IRC)$$

Já o volume de investimento (capitais investidos) é ajustado pelos passivos negociados no âmbito da actividade que ajudam a financiar a tesouraria da empresa (Anthony e Govindarajan, 2003; Damodaran, 2007 e Neves, 2011).

Quadro 1: Constituição dos Capitais Investidos

1. Activos Fixos
2. Necessidades de Fundo de Maneio de Exploração ( 2.1 – 2.2):
2.1. Necessidades Cíclicas
2.2. Recursos Cíclicos
<b>3. Necessidades de Fundo de Maneio de Extra-Exploração ( 3.1 – 3.2 )</b>
3.1. Necessidades Financeiras de Extra-Exploração
3.2. Recursos Financeiros de Extra-Exploração
<b>4. Capitais Investidos ( 1 + 2 +3 )</b>

Fonte: Adaptado de Neves, (2011).

Esta óptica, pretende medir a capacidade da actividade global da empresa, para remunerar o investimento necessário. Difere da vertente tradicional, porque se trata de um conceito mais abrangente de rendibilidade. De facto, o objectivo passa por avaliar de que modo a actividade consegue libertar lucros, seja através de rendimentos operacionais ou financeiros, de modo a rentabilizar o investimento efectivo realizado.

Como tal, apenas não se considera nos resultados, o impacto dos custos financeiros de extra-exploração, visto que, têm origem nas decisões de financiamento do investimento. Como pretendemos medir a capacidade da actividade para gerar excedentes, não deveremos incluir no valor dos resultados o efeito provocado pelos custos de financiamento nem as eventuais poupanças fiscais daí decorrentes, porque estão directamente associados à escolha da estrutura de capitais e não à capacidade do negócio para libertar meios financeiros (Neves, 2012).

Deste modo, podemos resumir o cálculo do ROI ou ROIC para medir a rendibilidade global da empresa da seguinte forma:

$ROIC = \frac{RLSAF}{\text{Capitais Investidos}} * 100$
<p>Representa em percentagem, o lucro criado pelo negócio face aos capitais investidos na actividade. É um indicador extremamente importante, porque permite ao gestor identificar o nível de retorno do investimento efectuado. Para se perceber melhor a sua evolução, deverá ser acompanhado periodicamente e comparado com os valores sectoriais ou de concorrentes directos.</p>

Em conclusão, verificamos que o conceito de rendibilidade é muito importante na avaliação do desempenho financeiro das empresas, uma vez que permite observar o nível de resultados que a actividade gera face ao investimento necessário de capitais. Porém, apresenta uma grande limitação, pois não tem em consideração a remuneração exigida pelos investidores que financiam os activos essenciais ao normal desenvolvimento da actividade. Por exemplo, uma empresa que apresente um ROI de 10% poderá superar os objectivos estabelecidos ou até as médias sectoriais; contudo se o custo que os investidores exigirem for de 15%, significa que a actividade está a destruir valor aos financiadores (sejam eles proprietários ou instituições financeiras) que acreditaram no sucesso da organização.

Por isso, ao longo do tempo, os investigadores desenvolveram uma nova lógica de avaliação do desempenho financeiro que se baseia nos lucros supranormais, destacando-se o conceito de rendibilidade supranormal pela sua simplicidade de cálculo.

### 3.2. O CONCEITO DE RENDIBILIDADE SUPRANORMAL

A análise dos resultados e da rendibilidade tem vindo a ser substituída pela lógica dos lucros supranormais, que visa verificar se as organizações conseguem gerar excedentes financeiros face ao custo do financiamento da actividade, ou seja, se apresentam capacidade para criarem valor (Neves, 2011).

O primeiro indicador desenvolvido que tentou medir a capacidade das empresas para gerarem lucros acima das expectativas dos investidores, tanto próprios como alheios, foi o resultado residual criado por Solomon em 1965 e que comparava os resultados operacionais com o custo do investimento realizado na actividade (custo do capital exigido pelos investidores multiplicado pelo activo líquido).

$$\text{Resultado Residual} = \text{Resultados Operacionais} - \text{Activo Líquido} \times \text{Custo do Capital}$$

Já na década de 90 do século passado Stewart (1994) lançou o EVA® que apenas se diferencia face ao indicador anterior pelo facto dos resultados deverem ser corrigidos do efeito fiscal (ROLI – resultados operacionais líquidos de impostos) e por defender que deverão ser realizados diversos ajustamentos aos dados contabilísticos para se ter uma visão mais correcta da capacidade de criação de valor. Contudo, Neves (2002) e Desai e Ferri (2006) chamam a atenção que na prática esses ajustamentos são muito subjectivos e não são essenciais para o cálculo do EVA®. Sendo assim, a sua forma de cálculo é a seguinte:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{Resultados Operacionais} \times (1 - \text{Taxa efectiva de IRC}) - \text{Activo Líquido} \times \text{Custo do Capital}$$

Deste modo, em ambos os indicadores, deduzindo aos resultados o custo financeiro do activo, apura-se o excedente que nos permite verificar se a empresa gera valor económico através do negócio. Assim, tanto o resultado residual como o EVA®, permitem que os gestores ao longo da sua actividade, tentem garantir uma rentabilidade para os investidores, superior ao custo de capital que geram. Esta, é uma lógica diferente do ROI onde, para além da desvantagem de se obter valores relativos, não se tem em consideração o custo do capital investido (Brás e Armada, 1999). Assim, os gestores funcionam como donos da empresa, tentando investir apenas em projectos que obtenham uma rentabilidade superior ao custo do seu financiamento (Young, 1997).

No entanto, queremos frisar, que o ROI continua a ser o indicador mais utilizado para medir o desempenho financeiro da actividade de empresas. Isto sucede, porque é um conceito mais divulgado, mais fácil de calcular e por existirem mais dados disponíveis para comparar com os valores de concorrentes ou do próprio sector (Nilsson, Olive, 2001).

Ora, tendo em conta esta maior visibilidade do ROI, torna-se importante a sua utilização na medição da criação de valor dos negócios, uma vez que, menores serão as dificuldades colocadas pelos gestores para a implementação desta perspectiva mais completa de avaliação do desempenho financeiro das empresas. Nesse sentido, iremos demonstrar que esse objectivo pode ser cumprido, desde que os princípios financeiros utilizados na determinação do ROI / ROIC sejam os mesmos que no cálculo do RR ou do EVA®, dando origem ao conceito de Rentabilidade Supranormal (RS).

Teixeira (2008) e Neves (2011) chamam a atenção que a RS calculada com base na comparação do ROI / ROIC obtido, com o custo do capital exigido pelos investidores, e na multiplicação dessa margem pelo volume de capitais investidos, permite, igualmente, uma imagem do valor criado no período analisado.

$$\text{RS} = (\text{ROI} - \text{WACC}) \times \text{Activo Líquido}$$

Salientamos que, havendo coincidência nos princípios de cálculo utilizados, obtemos o mesmo resultado numérico face aos indicadores RR ou EVA®. Para o comprovar, deixamos de seguida a demonstração da semelhança dos conceitos, utilizando a fórmula tradicional de cálculo do ROI e o RR (a mesma conclusão seria obtida se fossem utilizados o ROIC e o EVA® com indicadores semelhantes ao nível de resultados e de valores de investimentos).

Fórmula de cálculo do ROI:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Resultados Operacionais}}{\text{Activo Líquido}}$$

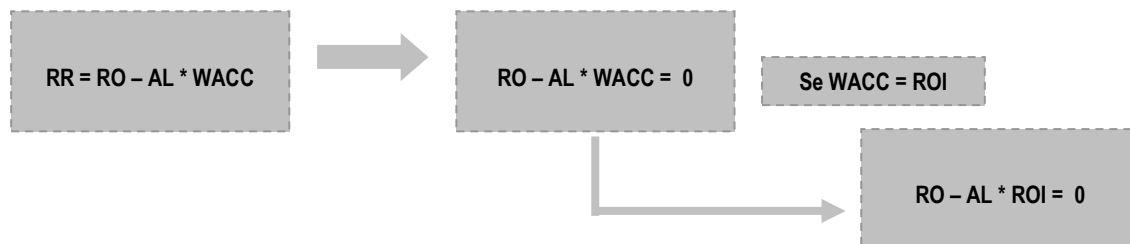
Fórmula de cálculo do Resultado Residual:

$$\text{RR} = \text{Resultados Operacionais} - \text{Activo Líquido} \times \text{WACC}$$

Desenvolvendo a equação do ROI de modo a igualá-la a zero temos:



Como é fácil de verificar, existe uma grande coincidência na forma de cálculo. Vejamos o que sucede se o Resultado Residual for igual a zero:



Deste modo, é possível estabelecer uma relação entre os dois conceitos:

- Se o **ROI = WACC** → o Resultado Residual = 0;
- Se o **ROI > WACC** → o Resultado Residual > 0 porque, significa que a empresa está a gerar uma rentabilidade superior ao custo do capital investido na actividade;
- Se o **ROI < WACC** → o Resultado Residual < 0 porque, significa que a empresa está a gerar uma rentabilidade inferior ao custo do capital investido na actividade.

Vejam-se os seguintes exemplos:

ROI > WACC → RR > 0	ROI < WACC → RR < 0
RO = 100 Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%  Se o WACC = 8% $RR = 100 - 1.000 * 8\% = 20 > 0$	RO = 100 Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%  Se o WACC = 12% $RR = 100 - 1.000 * 12\% = -20 < 0$

Assim, concluímos que o valor do resultado residual está directamente relacionado com a rentabilidade gerada, sendo positivo ou negativo consoante a rentabilidade da actividade seja superior ou inferior ao custo de financiamento exigido pelos detentores do capital.

Então, conhecendo o custo do capital, podem-se tomar as mesmas decisões calculando o ROI ou o Resultado Residual, determinando-se, inclusivamente, os mesmos valores numéricos em termos de valor criado. Por exemplo:

ROI > WACC → RR > 0	ROI < WACC → RR < 0
RO = 100 Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%  Se o WACC = 8% $RR = 100 - 1.000 * 8\% = 20 > 0$ <b>Ou</b> $RS \Rightarrow \text{Valor criado} = (ROI - WACC) * \text{Activo}$ $RS \Rightarrow \text{Valor criado} = 2\% * 1.000 = 20$	RO = 100 Activo Líquido = 1.000 logo, ROI = 10%  Se o WACC = 12% $RR = 100 - 1.000 * 12\% = -20 < 0$ <b>Ou</b> $RS \Rightarrow \text{Valor criado} = (ROI - WACC) * \text{Activo}$ $RS \Rightarrow \text{Valor criado} = -2\% * 1.000 = -20$

Com os exemplos apresentados, fica evidenciado que o conceito de Rentabilidade Supranormal permite identificar, com base no ROI e nas demonstrações financeiras elaboradas regularmente pelas empresas, a capacidade de criação de valor de um negócio em cada período analisado.

Como tal, de que forma a RS poderá permitir a comparação entre a evolução económica e financeira da actividade e os indicadores de avaliação da criação dos negócios (VAL, TIR e *payback*), assentes no cálculo de fluxos de caixa previsionais?

Em primeiro lugar, há a destacar a razão pela qual ao longo dos anos os investigadores optaram pela utilização dos fluxos de caixa na avaliação de empresas e de projectos de investimento: diferem das medidas baseadas nos lucros bem como do ROI e ROIC, porque ao utilizarem as entradas e saídas monetárias, tentam evitar as ambiguidades da contabilidade, corrigindo os efeitos dos custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações, provisões e imparidades) e dos critérios de valorimetria, que variam de uma organização para outra e que influenciam o valor dos resultados. Assim, as medidas baseadas nos fluxos de caixa têm a vantagem de contornar a influência dos diferentes procedimentos utilizados na contabilidade (Young e O'Byrne, 2001, Krauter e Sousa, 2007 e Martins et al, 2010).

No entanto, Young e O'Byrne (2001) afirmam que os fluxos de caixa, para além da dificuldade de operacionalização do seu cálculo no controlo periódico da actividade, na avaliação do desempenho financeiro a curto prazo ou de um único período podem apresentar ainda certas deficiências e devem ser interpretados com cautela. Os seus valores num determinado ano podem ser mais influenciados pelas oportunidades de crescimento do sector do que pelo desempenho operacional no ano em causa. Ou seja, a existência de fluxos de caixa negativos num determinado ano pode não significar mau desempenho, mas sim indicar a existência de uma oportunidade de investimento que provocou um aumento de saídas monetárias em projectos que no longo prazo serão criadores de valor para a organização. Consequentemente, nesse ano, a organização não é capaz de financiar o seu investimento total a partir dos fluxos de caixa gerados internamente. Contudo, nos exercícios seguintes poderá rentabilizar esse investimento, gerando excedentes financeiros positivos. Logo, os fluxos de caixa deverão ser utilizados apenas quando se pretende analisar o impacto de decisões estratégicas em vários exercícios económicos.

Tendo ainda em atenção os fluxos de caixa, Neves (2011) recomenda para a avaliação do desempenho financeiro de uma empresa a utilização dos indicadores valor económico criado (VEC) e taxa interna de rentabilidade efectiva (TIRE), que são medidas baseadas nos fluxos de caixa históricos. O seu cálculo considera a capitalização dos diversos fluxos de caixa para o final do último ano em análise, aferindo se a rentabilidade gerada ao longo do período estudado foi superior ao custo do capital exigido pelos investidores. Assim, pretende-se que exista a possibilidade de comparação entre os fluxos de caixa previsionais e as entradas e saídas monetárias que efectivamente ocorreram. No entanto, tal como anteriormente referido, esta metodologia apresenta a grande desvantagem da informação necessária não se obter directamente das demonstrações financeiras normalmente utilizadas como referência pelas pequenas e médias empresas (que representam mais de 90% do universo empresarial em Portugal), isto é, o balanço e a demonstração de resultados. Para além disso, necessita de dados de vários anos para se obter uma imagem mais concreta da criação de valor ocorrida.

Em simultâneo, a investigação financeira tem demonstrado que quando se utilizam correctamente o RR e o EVA®, estas medidas apresentam avaliações idênticas às efectuadas pelos métodos dos fluxos de caixa, o que para além de permitir tomar o mesmo tipo de decisões relativamente à criação dos negócios, também facilita a análise do desempenho histórico periódico, pois não são necessários diversos exercícios para se avaliar a criação de valor efectiva (Neves, 2011).

Logo, existindo semelhança de resultados entre o RR e o EVA®, face aos indicadores de criação de valor com base nos fluxos de caixa e, permitindo a Rendibilidade Supranormal obter valores numéricos exactamente iguais aos primeiros indicadores, torna-se possível utilizar o ROI, se bem que comparado com o custo do capital, como referência para medir a criação de valor, tanto na decisão inicial da realização dos investimentos, como no controlo periódico da actividade. O trabalho de Amaro (2012) demonstra, em parte, esta realidade.

Desta forma, irá ser possível fazer uma monitorização efectiva da evolução do negócio face às previsões e objectivos inicialmente estabelecidos, utilizando as demonstrações financeiras que as empresas elaboram regularmente com base na sua contabilidade.

Em anexo, irá ser apresentado um estudo de caso onde iremos demonstrar a semelhança de valores entre a rendibilidade supranormal e os fluxos de caixa para a tomada de decisão por parte do investidor, na avaliação económica e financeira de criação do negócio, bem como o papel da rendibilidade supranormal na

comparabilidade entre previsões e realizações através da simples utilização da demonstração dos resultados e dos balanços.

#### 4. ESTUDO DE CASO

Dois amigos com uma experiência profissional vasta na área de negócios da consultoria financeira resolveram criar a sua própria empresa, de forma a aproveitarem os inúmeros contactos com empresários e grupos económicos com que trabalharam ao longo dos anos.

O objecto de actividade centra-se na consultoria em gestão, com especial enfoque nas áreas de conhecimento das finanças e da fiscalidade. Ao elaborarem o planeamento da actividade para os próximos 5 anos, chegaram às seguintes demonstrações financeiras previsionais:

Quadro 2: Contas de exploração previsionais da empresa

<b>RUBRICAS</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
1. VENDAS	0	0	0	0	0
2. PRESTAÇÕES DE SERVIÇOS	149.000	194.000	253.532	253.532	253.532
3. SUBSÍDIOS À EXPLORAÇÃO					
4. TRABALHOS PARA A PRÓPRIA EMPRESA					
5. OUTROS GANHOS OPERACIONAIS					
6. VARIAÇÃO DA PRODUÇÃO					
<b>7. TOTAL</b>	<b>149.000</b>	<b>194.000</b>	<b>253.532</b>	<b>253.532</b>	<b>253.532</b>
8. CUSTO DAS MERC. VEND. E DAS MAT. CONS.	0	0	0	0	0
9. FORNECIMENTOS E SERVIÇOS EXTERNOS	59.150	70.143	84.688	84.688	84.688
10. GASTOS COM O PESSOAL	76.913	76.913	76.913	76.913	76.913
11. AMORTIZAÇÕES E DEPRECIAÇÕES EXERCÍCIO	15.817	15.817	15.817	13.650	1.150
12. IMPARIDADES E PROVISÕES DO EXERCÍCIO					
13. IMPOSTOS					
14. OUTROS GASTOS OPERACIONAIS	400	400	400	400	400
<b>15. TOTAL</b>	<b>152.279</b>	<b>163.272</b>	<b>177.817</b>	<b>175.651</b>	<b>163.151</b>
<b>16. RESULTADOS OPERACIONAIS ( 7-15 )</b>	<b>-3.279</b>	<b>30.728</b>	<b>75.715</b>	<b>77.881</b>	<b>90.381</b>
17. RENDIMENTOS FINANCEIROS	0	0	1.139	3.137	5.161
18. GASTOS FINANCEIROS	7.943	5.818	3.669	3.327	2.958
<b>19. RESULTADOS CORRENTES ( 16+17-18 )</b>	<b>-11.222</b>	<b>24.910</b>	<b>73.185</b>	<b>77.691</b>	<b>92.584</b>
20. RENDIMENTOS NÃO CORRENTES	0	0	0	0	0
21. GASTOS NÃO CORRENTES	0	0	0	0	0
<b>22. RESULTADOS ANTES DE IMPOSTOS ( 19+20-21 )</b>	<b>-11.222</b>	<b>24.910</b>	<b>73.185</b>	<b>77.691</b>	<b>92.584</b>
23. IMPOSTO SOBRE O RENDIMENTO DO EXERCÍCIO	0	3.422	18.296	19.423	23.146
<b>24. RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO ( 22-23 )</b>	<b>-11.222</b>	<b>21.488</b>	<b>54.889</b>	<b>58.268</b>	<b>69.438</b>



Quadro 3: Balanços previsionais da empresa

RUBRICAS	2012	2013	2014	2015	2016
<b>ACTIVO</b>					
1. ACTIVOS NÃO CORRENTES	50.683	34.867	19.050	5.400	4.250
1.1. ACTIVOS INTANGÍVEIS	0	0	0	0	0
1.2. ACTIVOS TANGÍVEIS	66.500	66.500	66.500	66.500	66.500
1.3. INVESTIMENTOS FINANCEIROS					
1.4. AMORTIZAÇÕES E DEPRECIAÇÕES ACUMULADAS	15.817	31.633	47.450	61.100	62.250
2. OUTROS ACTIVOS DE MÉDIO/LONGO PRAZO					
3. CIRCULANTE	72.468	94.710	163.279	231.871	301.362
3.1. EXISTÊNCIAS	0	0	0	0	0
3.1.1. PRODUTOS ACABADOS / MERCADORIAS	0	0	0	0	0
3.1.2. MATÉRIAS PRIMAS/SUBSIDIÁRIAS	0	0	0	0	0
3.1.3. PRODUTOS EM VIAS DE FABRICO					
3.1.4. IMPARIDADES PARA DEPRECIAÇÃO DE EXIST.					
3.2. DÍVIDAS DE TERCEIROS DE CURTO PRAZO	72.468	94.710	124.175	124.175	124.175
3.2.1. CLIENTES	72.468	94.710	124.175	124.175	124.175
3.2.2. OUTROS DEVEDORES	0	0	0	0	0
3.2.3. IMPARIDADES PARA COBRANÇAS					
DUVIDOSAS					
3.3. DISPONIBILIDADES	0	0	37.965	104.560	172.026
3.3.1. TÍTULOS NEGOCIÁVEIS					
3.3.2. DEPÓSITOS BANCÁRIOS	0	0	37.965	104.560	172.026
3.3.3. CAIXA	0	0	0	0	0
3.3.4. IMPARIDADES PARA TESOURARIA					
4. ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS	0	0	1.139	3.137	5.161
<b>TOTAL DO ACTIVO</b>	<b>123.151</b>	<b>129.577</b>	<b>182.329</b>	<b>237.271</b>	<b>305.612</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO</b>					
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>					
4. CAPITAL	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
5. PRESTAÇÕES SUPLEMENTARES	0	0	0	0	0
6. RESERVAS					
7. RESULTADOS TRANSITADOS	0	-11.222	10.266	65.155	123.423
8. RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	-11.222	21.488	54.889	58.268	69.438
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>3.778</b>	<b>25.266</b>	<b>80.155</b>	<b>138.423</b>	<b>207.861</b>
<b>PASSIVO</b>					
10. DÍVIDAS A TERCEIROS DE MÉDIO/LONGO PRAZO	51.500	47.995	44.200	40.089	35.637
10.1. DÍVIDAS A INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO	51.500	47.995	44.200	40.089	35.637
10.2. SUPRIMENTOS	0	0	0	0	0
10.3. LEASING	0	0	0	0	0
11. DÍVIDAS A TERCEIROS DE CURTO PRAZO	54.436	45.004	48.811	49.938	53.661
11.1. DÍVIDAS A INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO	36.686	18.336	0	0	0
11.2. FORNECEDORES	0	0	0	0	0
11.3. ESTADO E OUTROS ENTES PÚBLICOS	1.714	5.788	21.525	22.651	26.375
11.4. DIVERSOS	16.036	20.879	27.287	27.287	27.287
12. ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS	13.436	11.311	9.163	8.821	8.452
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>119.373</b>	<b>104.311</b>	<b>102.174</b>	<b>98.848</b>	<b>97.750</b>
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO</b>	<b>123.151</b>	<b>129.577</b>	<b>182.329</b>	<b>237.271</b>	<b>305.612</b>

#### 4.1. AVALIAÇÃO DA VIABILIDADE ECONÓMICA E FINANCEIRA DA CRIAÇÃO DO NEGÓCIO PELA METODOLOGIA TRADICIONAL

Considerando que a abertura da empresa exigia um investimento inicial em activos no valor de 66.500€, os investidores recorreram ao cálculo de indicadores com base nos fluxos de caixa futuros para avaliarem a viabilidade económica e financeira do negócio a criar. Obtiveram o seguinte mapa de fluxos financeiros:

Quadro 4: Mapa dos fluxos financeiros do projecto

RUBRICAS	2012 Início	2012	2013	2014	2015	2016	Final 2016
<b>INFLOWS</b>	0	12.538	42.323	73.457	74.414	72.807	74.430
MEIOS LIBERTOS DO PROJECTO	0	12.538	42.323	73.457	74.414	72.807	0
VALOR RESIDUAL DO FUNDO DE MANEIO	0						70.180
VALOR RESIDUAL DOS ACTIVOS FIXOS	0						4.250
<b>OUTFLOWS</b>	66.500	49.223	13.325	8.460	871	-1.699	0
INVESTIMENTO EM CAPITAL FIXO	66.500	0	0	0	0	0	0
INVESTIMENTO EM FUNDO DE MANEIO	0	49.223	13.325	8.460	871	-1.699	0
<b>CASH-FLOWS</b>	<b>-66.500</b>	<b>-36.685</b>	<b>28.998</b>	<b>64.997</b>	<b>73.543</b>	<b>74.506</b>	<b>74.430</b>

Relativamente aos valores que constam no mapa dos fluxos financeiros do projecto deixamos os seguintes esclarecimentos:

- Os meios libertos do projecto são calculados tendo em consideração a soma dos resultados operacionais e dos rendimentos financeiros, devidamente corrigida pelo efeito fiscal, adicionando-se posteriormente os custos não desembolsáveis que, neste caso dizem respeito apenas a amortizações e depreciações do exercício. Veja-se o cálculo do 3º ano:  $(75.715 + 1.139) \times (1 - 0,25) + 15.817 = 73.457$ ;
- O investimento em capital fixo corresponde aos activos de médio e longo prazo necessários ao desenvolvimento normal da actividade;
- O investimento em fundo de maneio corresponde às necessidades financeiras do ciclo de exploração decorrentes do desencontro entre prazos de recebimento e de pagamento. A título de exemplo apresenta-se o cálculo relativo ao 3º ano. O investimento em 2014 associado às dívidas dos clientes corresponde a 124.175€. Contudo no ano anterior já tínhamos considerado um valor de investimento nesta rubrica de 94.710€. Assim, o acréscimo de investimento nesta rubrica em 2014 diz respeito à diferença dos valores, originando 29.645€ a mais no saldo dos clientes no 3º ano de actividade. O mesmo se passa relativamente aos acréscimos dos activos que dizem respeito a juros vencidos de aplicações que ainda não foram recebidos e que, por isso, geram um valor investido de 1.139€, porque no ano anterior não havia ainda qualquer montante nesta rubrica. A lógica inversa é aplicada aos credores da actividade, verificando-se que os fornecedores diversos e o estado tiveram em 2014 face ao ano anterior, um crescimento de 6.407€ e de 15.736€ respectivamente. De salientar que, nos acréscimos de gastos também se encontram anualmente os subsídios de férias e de natal dos recursos humanos a receber no ano seguinte. Porém, como o valor é idêntico ao longo dos anos previsionais, apenas foi considerado como um recurso financeiro (porque são compromissos ainda não pagos que permitem financiar a tesouraria) no primeiro período de actividade. Como tal, os valores incrementais em dívida no final do exercício de 2014, ajudam a compensar os montantes não recebidos dos clientes e do banco, ficando apenas um valor por cobrir de 8.640€ que denominamos de investimento em fundo de maneio do período  $(29.645€ + 1.139€ - 6.407€ - 15.736€)$ ;
- Finalmente, os valores residuais considerados no final do último ano analisado (2016), dizem respeito ao valor contabilístico dos activos de médio e longo prazo (4.250€ que é referente ao valor líquido dos activos não correntes constante no balanço) e ao valor do fundo de maneio existente nesse ano (88.166€ que corresponde a diferença entre os valores em dívida de clientes e de juros de aplicações e os montantes de fornecedores diversos e do estado). Na prática, estamos a verificar quanto valiam os bens e direitos da empresa face às suas obrigações no último ano observado do negócio.

Para além dos fluxos de caixa previsionais, é essencial definir-se a remuneração a exigir ao negócio durante o período de tempo que se pretende analisar a sua viabilidade. Como anteriormente referimos, recomendamos a

utilização do custo médio ponderado do capital (WACC). Apresentamos de seguida o quadro 5 com os valores anuais da remuneração a exigir, tendo em consideração a estrutura financeira definida e os custos das respectivas fontes de financiamento.

Quadro 5: Custo médio ponderado do capital do projecto

	2012	2013	2014	2015	2016
Custo do capital próprio	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Peso do capital próprio no financiamento	22,56%	3,78%	25,94%	46,85%	43,82%
Custo do capital alheio	15,42%	6,05%	5,09%	6,95%	6,81%
Peso do capital alheio no financiamento	77,44%	96,22%	74,06%	53,15%	56,18%
Taxa de Irc	0,00%	13,74%	25,00%	25,00%	25,00%
Custo do Capital	14,65%	5,48%	5,94%	8,39%	8,13%

No que diz respeito aos princípios utilizados para efectuar-se o cálculo do custo médio ponderado do capital em cada um dos períodos destacamos os seguintes:

- O custo do capital próprio que, representa a remuneração a exigir pelos investidores em função do capital que investiram (entradas em dinheiro e resultados não distribuídos que são reinvestidos na empresa ao longo do projecto), foi calculado tendo em conta a rentabilidade média dos capitais próprios do sector de actividade;
- O peso do capital próprio é representado pela importância do capital próprio no financiamento do investimento necessário na actividade. De salientar que, consideramos os valores relativos a investimentos e fontes de financiamento no início de cada período, porque são os capitais investidos no começo de cada exercício económico, que geram os resultados no final desse período. A lógica é a mesma de uma aplicação em depósitos a prazo, onde o investimento do capital ocorre no início do contrato e somente no final de cada período é que se obtém a respectiva remuneração na figura de juros;
- O custo do capital alheio é calculado através da relação entre os custos financeiros no final do exercício líquidos das poupanças fiscais (custos financeiros x (1 – taxa de IRC) e os passivos financeiros existentes no início desse ano, que lhes deram origem. Nos passivos financeiros, para além das dívidas a instituições de crédito, foram considerados os acréscimos de juros vencidos e não pagos em cada exercício (registados em acréscimos e diferimentos passivos), representando também valores investidos na actividade pelos parceiros financeiros;
- O peso do capital alheio foi determinado pela importância dos passivos financeiros no financiamento do investimento da actividade, tendo-se igualmente como referência os valores no início de cada período;
- Considerou-se o valor de 25% para a taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas, sendo que no primeiro exercício face ao prejuízo que se espera obter não foi calculado qualquer imposto a pagar e, no segundo ano, a taxa real de imposto é inferior devido à dedução do prejuízo do exercício anterior;
- Embora não presente no quadro de forma explícita, abordamos aqui também o cálculo do investimento na actividade, que é representado pelos activos corrigidos de todos os passivos não financeiros e que designámos anteriormente por capitais investidos, sendo o seu cálculo realizado de acordo com a metodologia apresentada no quadro 6 e com os valores existentes no início de cada exercício, tal como anteriormente foi referido. Para além disso, no valor do investimento não são considerados os valores relativos a disponibilidades, uma vez que já estão contemplados nos *cash-flows* determinados em cada um dos períodos analisados. Nesse sentido, o valor dos capitais próprios também aparece líquido do montante existente em disponibilidades em cada um dos períodos, em virtude de que estes valores permitem autofinanciar a actividade e diminuem o investimento a exigir aos proprietários. De referir que, por vezes, os analistas optam por corrigir os valores do passivo financeiro de curto prazo. No entanto, preferimos efectuar o ajustamento nos capitais próprios que têm um custo superior, diminuindo dessa forma, o custo médio ponderado do capital.

Assim, estamos em condições de calcular os indicadores de avaliação económica e financeira da criação do negócio, através da actualização dos fluxos de caixa previsionais para o momento inicial do projecto, tendo como referência a remuneração (custo do capital) exigida em cada ano analisado. Vejamos os cálculos associados à actualização dos fluxos de caixa:

Quadro 6: Cálculo da actualização dos fluxos de caixa previsionais

RUBRICAS	2012 início	2012	2013	2014	2015	2016	Final 2016
CASH-FLOWS	-66.500	-36.685	28.998	64.997	73.543	74.506	74.430
Custo do Capital	--	14,65%	5,48%	5,94%	8,39%	8,13%	
Cash-flows previsionais actualizados	-66.500	-31.998	23.979	50.735	52.961	49.621	49.571
$\Sigma$ Cash-flows previsionais actualizados	--	-31.998	-8.019	42.717	95.678	145.299	194.870

De notar que os *cash-flows* foram actualizados de acordo com os seguintes cálculos:

CF1 = - 31.998 = -36.685 / (1+0,1465); CF2 = 23.979 = 28.998 / ((1+0,1465)x(1+0,0548));

CF3 = 50.735 = 64.997 / ((1+0,1465)x(1+0,0548)x(1+0,0594));.....;

CF6 = 49.571 = 74.430 / ((1+0,1465)x(1+0,0548)x(1+0,0594)x(1+0,0839)x(1+0,0813))

Relativamente aos valores obtidos nos indicadores de avaliação foram os seguintes:

- VAL: **128.370€** correspondentes ao somatório dos fluxos de caixa previsionais actualizados menos o valor do investimento inicial;
- TIR: **34,88%**, obtida através da resolução da equação tendo como incógnita a taxa de remuneração. Pode-se calcular facilmente no Excel através das funções financeiras (IRR na versão inglesa e TIR em português);
- PAYBACK: **41 meses**, calculados da seguinte forma: através do somatório dos fluxos de caixa previsionais actualizados, constatamos que apenas em 2015 se consegue obter um valor acumulado superior ao investimento inicial (95.678 > 66.500), o que significa que são necessários cerca de 48 meses para recuperar o investimento inicial. Então, sabemos que em 2015 são gerados 52.961€, enquanto precisávamos apenas da diferença entre o investimento inicial (66.500€) e os cash-flows acumulados até 2014 (42.717€), ou seja, 23.783€; Logo, temos que saber a parte proporcional do ano necessária, para se gerarem 23.783€ → 23.783 / 52.961 x 12 meses, ou seja, 5 meses que acrescidos dos 36 meses dos exercícios anteriores, dão os 41 meses anteriormente referidos.

Assim, verificamos que um investimento de 66.500€ irá gerar fundos suficientes para se cobrirem os financiamentos iniciais, bem como as remunerações anuais exigidas pelos investidores. Em simultâneo, constatamos que o negócio poderia gerar anualmente aos investidores, uma remuneração máxima de cerca de 35% que não punha em causa a cobertura do investimento inicial. Finalmente, verificamos que em cerca de 3,5 anos conseguimos obter o retorno do investimento, o que é muito inferior ao intervalo de 5 anos onde se exigia que o projecto fosse capaz de gerar a rentabilidade pretendida.

Demonstrando o interesse económico e financeiro da criação do negócio através da metodologia tradicional de avaliação de investimentos, iremos de seguida evidenciar que poderíamos chegar às mesmas conclusões utilizando a rentabilidade supranormal, bem como usar os valores determinados para monitorizar a evolução do negócio ao longo do tempo.

#### 4.2. AVALIAÇÃO DA VIABILIDADE ECONÓMICA E FINANCEIRA DA CRIAÇÃO DO NEGÓCIO PELA RENDIBILIDADE SUPRANORMAL

No quadro 7, apresentamos a rentabilidade supranormal de cada um dos períodos analisados:

Quadro 7: Rentabilidade supranormal periódica

	2012-início	2012	2013	2014	2015	2016
RLSAF	--	-3.279	26.507	57.640	60.764	71.657
Total de Investimento	66.500	99.906	97.415	90.058	77.279	74.430
ROI	--	-4,93%	26,53%	59,17%	67,47%	92,72%
Custo do Capital	--	14,65%	5,48%	5,94%	8,39%	8,13%
Rendibilidade Supranormal	--	-19,58%	21,05%	53,23%	59,08%	84,59%
Valor criado	--	-13.022	21.035	51.857	53.206	65.375

Para calcularmos a rentabilidade supranormal realizámos os seguintes procedimentos:

- Os RLSAF anuais foram determinados através da soma dos resultados operacionais com os rendimentos financeiros, devidamente corrigidos do efeito fiscal. Por exemplo, os RLSAF de 2014 resultam dos seguintes cálculos:  $(75.715 + 1.139) \times (1 - 0,25) = 57.640\text{€}$ ;
- O total de investimento corresponde aos activos existentes em cada período, com excepção dos valores existentes em disponibilidades, devidamente corrigidos dos passivos não financeiros, tal como anteriormente foi explicado;
- O ROI de cada período é representado pela relação dos RLSAF com o total de investimento no início do exercício, o que na prática corresponde ao valor do final do ano anterior;
- O custo do capital é o determinado no quadro 11 e resulta dos procedimentos já anteriormente detalhados;
- A rentabilidade supranormal é representada pela diferença do ROI face ao custo de capital em cada um dos períodos;
- Finalmente, o valor criado corresponde à multiplicação da rentabilidade supranormal determinada pelo valor do total de investimento do final do período anterior, que na prática, representa o valor de capital investido no início do ano e que dá origem à rentabilidade obtida no fim do exercício económico.

Para se determinar a criação de valor do projecto em perspectiva, é essencial fazer igualmente a actualização dos valores obtidos em cada um dos períodos, para o momento inicial da realização do investimento.

Quadro 8: Cálculo do VAL através da Rentabilidade Supranormal

	2012	2013	2014	2015	2016
Valor criado	-13.022	21.035	51.857	53.206	65.375
Valor criado actualizado	-11.358	17.394	40.478	38.316	43.540
<b>VAL</b>	<b>128.370</b>				

Deste modo, constatamos que o valor numérico obtido é exactamente igual ao calculado anteriormente através da metodologia de fluxos de caixa, podendo-se obviamente, tomar as mesmas decisões relativamente à realização ou não do projecto. Porém, tal como iremos demonstrar no ponto seguinte, a monitorização da actividade e a comparação da evolução económica e financeira face aos objectivos estabelecidos nas previsões, tornam-se bem mais simples através da utilização do conceito de rentabilidade supranormal.

#### 4.3. CONTROLO DA EVOLUÇÃO ECONÓMICA E FINANCEIRA FACE AOS OBJECTIVOS DEFINIDOS NA AVALIAÇÃO DA CRIAÇÃO DO NEGÓCIO

Suponha-se que, após 3 anos de actividade, os investidores pretendem verificar a criação de valor obtida através da realização do projecto de investimento que se propuseram iniciar em 2012. No quadro seguinte confrontamos as previsões com as realizações, tendo em consideração a metodologia da rentabilidade supranormal.

Quadro 9: Controlo da criação de valor através da Rentabilidade Supranormal

	2012			2013			2014		
	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio
ROI	-4,93%	-2,79%	<b>2,14%</b>	26,53%	40,32%	<b>13,79%</b>	59,17%	46,33%	<b>-12,84%</b>
Custo do Capital	14,65%	14,65%	0,00%	5,48%	5,97%	<b>0,49%</b>	5,94%	7,38%	<b>1,44%</b>
RS	-19,58%	-17,44%	<b>2,14%</b>	21,05%	34,35%	<b>13,30%</b>	53,23%	38,94%	<b>-14,29%</b>
Valor criado	-13.022	-11.599	<b>1.423</b>	21.035	34.071	<b>13.036</b>	51.857	38.859	<b>-12.998</b>

Através da observação do quadro, verificamos que, com excepção de 2014, o negócio conseguiu anualmente criar maior valor, face às expectativas iniciais, devendo-se o desvio positivo, sobretudo a uma maior capacidade para gerar rentabilidade e não a uma diminuição do custo do capital. Desagregando os valores do ROI e do custo do capital podemos constatar com mais pormenor as rubricas que mais condicionaram a criação de valor.

Quadro 10: Desagregação do ROI

	2012			2013			2014		
	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio
RLSAF	-3.279	-1.857	<b>1.422</b>	26.507	39.991	<b>13.484</b>	57.640	46.227	<b>-11.413</b>
Investimento	66.500	66.500	0	99.906	99.181	<b>-725</b>	97.415	99.783	<b>2.368</b>
ROI	-4,93%	-2,79%	<b>2,14%</b>	26,53%	40,32%	<b>13,79%</b>	59,17%	46,33%	<b>-12,84%</b>

Quadro 11: Desagregação do Custo do Capital

	2012			2013			2014		
	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio
Custo do CP	12%	12%	0,00%	12%	12%	0,00%	12%	12%	0,00%
Peso do CP	22,56%	22,56%	0,00%	3,78%	5,24%	<b>1,46%</b>	25,94%	38,56%	<b>12,62%</b>
Custo do Passivo	15,42%	15,42%	0,00%	6,05%	6,19%	<b>0,14%</b>	5,09%	5,98%	<b>0,90%</b>
Peso do Passivo	77,44%	77,44%	0,00%	96,22%	94,76%	<b>-1,46%</b>	74,06%	61,44%	<b>-12,62%</b>
Taxa de Irc	0,00%	0,00%	0,00%	13,74%	8,98%	<b>-4,76%</b>	25,00%	25,00%	0,00%
Custo do Capital	14,65%	14,65%	0,00%	5,48%	5,97%	<b>0,49%</b>	5,94%	7,38%	<b>1,45%</b>

Pela análise da evolução das rubricas que constituem o ROI, verificamos que são as variações nos RLSAF que mais condicionam os resultados do indicador. Já no quadro relativo ao custo do capital é possível identificar que há um aumento ligeiro do custo do capital efectivo, em função de um maior peso do capital próprio no financiamento da actividade, que tem uma taxa de remuneração superior relativamente ao custo do passivo financeiro.

É de salientar que, o controlo da evolução económica e financeira, também poderia ser realizado através da comparação entre previsões e realizações de fluxos de caixa.

Quadro 12: Controlo da evolução económica e financeira através dos Fluxos de Caixa

	2012 - Início			2012			2013			2014		
	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio	Previsões	Realizações	Desvio
Meios Libertos	0	0	0	12.538	13.960	<b>1.422</b>	42.323	55.807	<b>13.484</b>	73.457	62.044	<b>-11.413</b>
Variação do Activo	66.500	66.500	0	72.468	71.018	<b>-1.450</b>	22.243	28.427	<b>6.184</b>	30.604	38.286	<b>7.682</b>
Variação do Passivo	0	0	0	23.245	22.520	<b>-725</b>	8.917	12.010	<b>3.093</b>	22.144	19.776	<b>-2.368</b>
Cash-flow	-66.500	-66.500	0	-36.685	-34.538	<b>2.147</b>	28.997	39.389	<b>10.392</b>	64.997	43.534	<b>-21.463</b>
Custo do Capital	--	--	--	14,65%	14,65%	0,00%	5,48%	5,97%	<b>0,49%</b>	5,94%	7,38%	<b>1,44%</b>

Ao observarmos o quadro anterior, constatamos que em 2012 e 2013 a evolução dos fluxos de caixa foi positiva face às perspectivas iniciais. Em 2012 há um duplo efeito positivo, através de um aumento dos meios libertos e de uma diminuição dos activos necessários. Já em 2013, a variação positiva dos meios libertos, conjugada com os maiores recursos financeiros provenientes do passivo, compensa a evolução negativa nos activos necessários para o desenrolar da actividade. Contudo, em 2014 todas as rubricas registam uma evolução negativa, produzindo um fluxo de caixa no período bastante inferior ao previsto.

Finalmente, para se aferir a criação de valor através da metodologia dos fluxos de caixa, é necessário ainda capitalizar os *cash-flows* anuais para o período onde se está a fazer a monitorização da capacidade de criar excedentes face à remuneração pretendida, isto é, 2014.

Quadro 13: Controlo da criação de valor através dos Fluxos de Caixa

	<b>2012- Início</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Total</b>	<b>VR-2014</b>	<b>Valor acumulado</b>
Valor previsional criado	-66.500	-36.685	28.997	64.997	--	--	--
Factor de capitalização	1,281	1,117	1,059	1,000	--	--	--
Valor Previsional criado até 2014	-85.197	-40.994	30.719	64.997	-30.475	90.058	59.583
Valor real criado	-66.500	-34.538	39.389	43.534	--	--	--
Factor de capitalização	1,305	1,138	1,074	1,000	--	--	--
Valor real criado até 2014	-86.759	-39.302	42.298	43.534	-40.229	102.476	62.247
Desvio	<b>-1.562</b>	<b>1.692</b>	<b>11.579</b>	<b>-21.463</b>	<b>-9.754</b>	<b>12.418</b>	<b>2.663</b>

Através do quadro 13, verificamos que a criação de valor foi superior às expectativas iniciais em 2.663€, devendo-se este desvio, sobretudo ao valor residual do património constituído até 2014 (activos fixos + dívidas de clientes – dívidas a pagar ao estado e aos fornecedores) que compensam o cash-flow negativo desse ano e o custo do capital real superior ao previsional, que implica factores de capitalização maiores nos fluxos de caixa negativos dos primeiros anos.

Ora, como se pode constatar, para além da dificuldade em se apurarem periodicamente os fluxos monetários gerados, em virtude de a grande maioria das empresas não elaborar a demonstração de fluxos de caixa, esta metodologia implica a capitalização dos capitais ao longo do tempo, o cálculo de valores residuais e a análise de diversos exercícios económicos para se aferir com mais rigor a capacidade de criação de valor. Em simultâneo, não é fácil de aferir a criação de valor em cada um dos períodos analisados.

Já a metodologia da rendibilidade supranormal, permite através da demonstração de resultados e do balanço, monitorizar a criação de valor de cada período, sendo igualmente possível determinar o valor acumulado até qualquer intervalo de tempo, tal como na metodologia dos fluxos de caixa.

Quadro 14: Controlo da criação de valor acumulado através da Rendibilidade Supranormal

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Valor acumulado</b>
Valor previsional criado	-13.022	21.035	51.857	--
Factor de capitalização	1,117	1,059	1,000	--
Valor previsional criado até 2014	-14.552	22.284	51.857	59.583
Valor real criado	-11.599	34.071	38.859	--
Factor de capitalização	1,138	1,074	1,000	--
Valor real criado até 2014	-13.199	36.587	38.859	62.247
Desvio	<b>1.352</b>	<b>14.303</b>	<b>-12.998</b>	<b>2.663</b>

Deste modo, julgamos que ficam demonstradas as diversas vantagens da utilização da rendibilidade supranormal, para realizar a avaliação da criação de empresas e o controlo da evolução económica e financeira dos negócios, permitindo facilmente comparar as realizações face aos objectivos estabelecidos inicialmente.

## 5. CONCLUSÃO

Após a realização deste trabalho de investigação, concluímos que, de facto, existe uma elevada dificuldade no contexto empresarial na monitorização da actividade face aos estudos de viabilidade económica e financeira, que normalmente são realizados com base nos fluxos de caixa futuros. Verificámos também que, a medição da criação de valor é extremamente importante para o investidor, para garantir que tenha uma imagem real da

evolução da actividade e da sua capacidade para criar uma rentabilidade acima da que os investidores esperam obter.

Finalmente, demonstrámos que o conceito de rentabilidade supranormal permite avaliar a criação de valor, tanto no momento da decisão da criação do negócio, como durante o seu desenvolvimento normal.

Deste modo, garante-se uma interligação entre as previsões e as realizações e um maior poder de decisão e de acção por parte do investidor, factores esses, fundamentais no actual contexto empresarial.

## 6. BIBLIOGRAFIA

- Amaro, A. (2012): *Evolução da criação de valor no sector petrolífero português*; Tese de mestrado não publicada; Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal.
- Anthony, R. e Govindarajan, V. (2001): *Management Control Systems*; 10ª edição; McGraw-Hill.
- Bras, F. e Armada, M. (1999): *Sobre a Geração de Valor e Avaliação de Empresas*; Estudos de Gestão – Revista do ISEG, Vol. IV nº3.
- Brealey, R. e Myers, S. (1998): *Princípios de finanças empresariais*; 5ª edição; McGraw-Hill.
- Cachadinha; Bezelga; Reis (1995): *Grupos Estratégicos e Performance das empresas no sector de construção*; Revista Portuguesa de Gestão, nº IV/95.
- Damodaran, A. (2007): *Damodaran on Valuation – Security analysis for investment and corporate finance*; 2ª edição; John Wiley and Sons
- Desai, M. e Ferri, F. (2006): *Understanding Economic Value Added*; Harvard Business Review; July.
- Killstrom, P. (2005): *Strategic Groups and Performance of the firm – Towards a new competitive environment in the Finnish Telecommunications Industry*; Tese de mestrado em gestão; Helsinki school of Economics.
- Krauter, E. e Sousa, A. F. (2007): *Medidas de Avaliação de Desempenho Financeiro e Criação de Valor para o Acionista: Um Estudo de Caso*; 5ª Semead - Seminários em Administração; São Paulo, Brasil.
- Leask, G. e Parker, D. (2004): *Strategic groups, competitive groups & performance within the UK pharmaceutical industry: improving our understanding of competitive process*; Aston Business research Papers.
- Lima, J. B. (2002): *Performance e Estratégias – Análise de Empresas Líderes no Sector da Construção em Portugal*; Tese de mestrado em gestão de empresas; Universidade do Porto.
- Martins, A.; Cruz, I.; Gonçalves, P. G.; Silva, P.P. e Augusto, M. (2010): *Manual de Gestão Financeira Empresarial*; Coimbra; Coimbra Editora.
- Matias, R. (2009): *Cálculo financeiro – teoria e prática*; 3ª edição; Escolar Editora
- Menezes, C. (2003): *Princípios de Gestão Financeira*; 9ª edição; Editorial Presença.
- Mcnamara, G.; Deephouse, D. e Luce, R. (2002): *Competitive Positioning within and across a Strategic Group Structure: the performance of core, secondary, and solitary firms*; Strategic Management Journal
- Mota, A.; Nunes, J. e Ferreira, M. (2004): *Finanças empresariais – teoria e prática*; Publisher Team.
- Neves, J. C. (2012): *Análise e relato financeiro – uma visão integrada de gestão Empresa*; 2ª edição; Texto Editores.
- Neves, J. C. (2011): *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*; 2ª edição; Texto Editores.
- Neves, J. C. (2002): *Avaliação de Empresas e Negócios*; McGrawhill.
- Nilsson, F. e Olve, N. (2001): *Control Systems in Multi-Business Companies: From Performance Management to Strategic Management*; European Management Journal, Vol. 19 nº4.
- Short, J.; Palmer, T. e Ketchen, D. (2002); *Resource-Based and Strategic Group Influences on Hospital Performance*; Health Care Management Rev, 27(4).
- Solomon, D. (1965): *Divisional Performance: Measurement and Control*; Homewood; Irwin.
- Stewart, G. B. (1994): *EUA: Fact and Fantasy*; Journal of Applied Corporate Finance; Volume 7 number 2.
- Teixeira, N. (2008): *A rentabilidade e a criação de valor*; XIII Encontro AECA; Aveiro; Portugal.
- Teixeira, A. B. e Alves, T. (2003): *A Contabilidade e o Valor, na Perspectiva dos Utilizadores da Informação Financeira*; XV Encontro nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos.
- Teixeira, N. e Pardal, P. (2005): *Uma nova visão empresarial*; Trabalho não publicado no âmbito do 1º concurso de projectos de investigação do IPS.
- Young, D. (1997): *Economic Value Added: A Primer for European Managers*; European Management Journal; Vol. 15.
- Young, S. D. e O’Byrne, S. F. (2001): *EVA and Value-Based Management*; New York; McGraw-Hill.